

# 食品饮料

## 白酒周报：白酒景气度有增无减，持续重点推荐次高端低估弹性标的

证券研究报告

2021年04月19日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520010001

liuc@tfzq.com

娄倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520100002

louqian@tfzq.com

### 【行情周回顾及北上监测】

本周 SW 白酒上涨 2.27%，高于 SW 食品饮料 1.38%，高于大盘 -0.70%，上涨前三个股为水井坊、伊力特、金徽酒，下跌个股为五粮液。本周北上资金净流入 6.8 亿元，获得资金净注入前三的个股为洋河股份、水井坊、五粮液，净流出前三的个股为贵州茅台、泸州老窖、酒鬼酒。

### 【投资观点】

当下环境看好次高端，主要基于三点。一是 2020 年受疫情影响次高端整体有业绩坑，而今年宏观经济形势向好，次高端需求增长；二是去年次高端酒企结构升级和提价动作都较为密集，此部分价的提升会反映在今年，且高端白酒价格带的打开为次高端提供了空间，有望量价齐升；三是关于酱酒热对次高端价位带的竞争，但我们认为二者短兵相接，传统次高端酒企在产品渠道品牌方面仍具强优势。三方面叠加下整个次高端板块机会凸显，逻辑被不断验证，而次高端的估值也会随着业绩的逐步验证而有望持续提高。我们重点推荐舍得、口子窖。

舍得 16 日发布公告，天津被法院冻结的 1 亿元发还给公司，公司也已当日收到款项，目前复星也已顺利接手，强大的集团赋能，“沱牌+舍得”双品牌运作，持续打造老酒市场，期待摘帽后的辉煌，舍得短期有看点，长期增长有期待。口子窖市场分歧大，据终端调研，春节期间安徽整体市场复苏明显，口子也受益，加之公司改革步伐加快，200 元以上价位带产品推广及渠道改革力度加快，一季度有反映，本周公司股份回购已全部完成，下一步做股权激励，随着内外部的持续加速改善，业绩验证后具有高弹性。

2020 年疫情影响导致恐慌心理会对确定性给予高溢价，而今年以来，收紧导致的流动性紧缩是主旋律，此时对估值的担忧强于对确定性的把握，高估标的回撤明显，目前高端白酒估值回归合理水平，次高端白酒尚有估值低位业绩弹性高位公司，值得持续关注，我们认为口子窖和舍得具有看点。

高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台飞天批价较上周略有上调，2021 年飞天整箱由 3230 元上涨到 3240 元，散瓶 2470-2480 元，经销商开箱政策仍较为严格；五粮液普五团购出厂价为 999 元/瓶（前期为 959 元），批价从 990 元下降至 980 元；国窖预计将继续缩小与普五价差，本周批价维持 920 元。老窖销售公司公开对外招聘总经理及副总经理，我们认为公司核心领导“淼锋”组合无人事变动的情况下，公司整体仍将按照战略规划稳步运营。

高端白酒基本面乐观表现在经销商打款节奏较 2020 年提前、渠道库存均较低、批价自年初以来稳步上行，高端白酒景气度仍强。估值层面上看，我们认为高端白酒长期估值将以茅台 40X 为锚，茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，将不断为其他高端酒打开价格空间，长期来看高端白酒仍然是较为优质和核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”。我们认为酱酒热主要由茅台引领，但香型之间无法形成完全的替代，高端品牌需要沉淀，故预计未来五粮液和国窖受酱酒冲击小，从渠道调研来看，五粮液和老窖销售情况仍然乐观，预计业绩高增速可持续。

### 【上市公司跟踪】

本周顺鑫农业发布 2020 年年报，全年实现营业收入 155.11 亿，同比增长 4.1%；2020 年白酒板块营收占比 65.66%，外阜市场销售收入占比达 80%以上，20 年公司克服疫情不利影响，努力打造全国化营销格局，致力提升终端管控能力。公司聚焦白酒及屠宰，白酒升级是重点。未来白酒和屠宰业务将成为公司的 2 大业务，房地产业务逐步剥离。白酒仍会是重中之重，白酒板块顺鑫白牛二大单品做到了极致，未来更重要的是渠道进一步下沉以及产品升级。目前光瓶酒市场的机遇更多也集中在 50 元左右价格带，增长空间较大，顺鑫在此有渠道和品牌优势，更重要的是把珍品及以上产品迅速再发

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:春糖热度指引全年，次高端高弹性范围将扩大》 2021-04-12
- 2 《食品饮料-行业研究周报:一季度整体呈现景气度向上，重点关注眼下的成长》 2021-04-12
- 3 《食品饮料-行业研究周报:春糖催化白酒提振情绪，调味品龙头领先优势持续显现》 2021-04-06

力。

舍得公司 4 月 16 日下午公告称，前期天洋及其关联方经由天赢链（深圳）商业保理有限公司占用公司资金，造成公司实际损失 1 亿元，目前 1 亿元已于 4 月 15 日全额还给舍得。至此，天洋及其关联方占用资金的情况已全部解决，公司经营未收到影响。新股东复星赋能，老舍得团队整装待发。天洋占款事件发生之后，公司主动求变，引复星入局，公司更换了管理团队。复星收购舍得，看重舍得酒品质优、产能足，复星强大的资源整合能力有助于舍得加快渠道拓展，与复星集团各业务板块形成协同优化。长期来看，舍得产品结构持续优化，复星助力舍得再创辉煌。公司拥有“舍得”和“沱牌”两大品牌支持，高端/次高端定位清晰，老酒成为舍得另一核心竞争力。在复星入主，不断提升渠道，整合资源的情况下，舍得迅速再出发，有望迎来再次腾飞。

#### 【推荐标的】

当下重点推荐标的：ST 舍得，口子窖

值得重点关注标的：洋和股份，今世缘

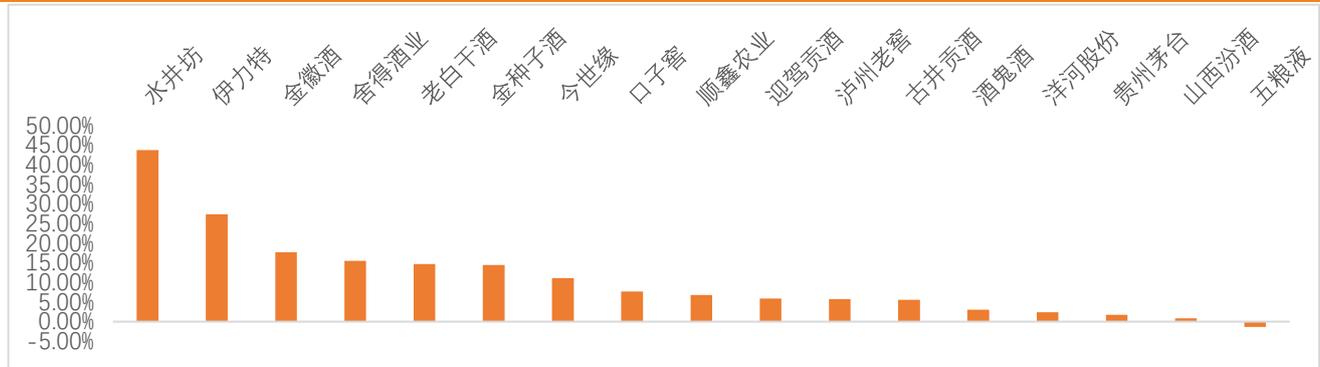
持续推荐“诗和远方”：泸州老窖，五粮液，贵州茅台

**风险提示：**终端产品价格紊乱、渠道库存积压过重、实际动销不及预期、品牌运营不力无法顺利提价、疫情反复影响白酒正常消费。

## 1. 行情回顾与北上资金监测：

本周 SW 白酒上涨 2.27%，高于 SW 食品饮料 1.38%，高于大盘 -0.70%，上涨前三个股为水井坊、伊力特、金徽酒，下跌个股为五粮液。

图 1：白酒上市公司涨跌幅排序



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周北上资金净流入 6.8 亿元，获得资金净注入前三的个股为洋河股份、水井坊、五粮液，净流出前三的个股为贵州茅台、泸州老窖、酒鬼酒。

表 1：白酒行业及公司北上资金

股票代码	股票简称	本周净买入额 (万)	周环比	涨跌幅 (%)
C1005324.WI	白酒	68,439.02	702,159.28	2.27
002304.SZ	洋河股份	59,347.93	95,702.76	2.42
600779.SH	水井坊	27,549.00	25,463.28	43.80
000858.SZ	五粮液	26,956.67	127,059.06	-1.32
600809.SH	山西汾酒	13,913.36	130,358.35	0.86
603369.SH	今世缘	6,698.91	-4,160.20	11.11
000860.SZ	顺鑫农业	4,760.11	8,107.70	6.83
600559.SH	老白干酒	3,700.50	6,833.02	14.67
600197.SH	伊力特	3,185.48	3,225.52	27.38
000596.SZ	古井贡酒	508.38	-1,709.80	5.60
600702.SH	舍得酒业	-16.89	-16.89	15.49
603589.SH	口子窖	-1,465.35	-14,082.68	7.69
603198.SH	迎驾贡酒	-3,981.90	-9,175.57	5.88
000799.SZ	酒鬼酒	-4,095.06	23,952.02	3.05
000568.SZ	泸州老窖	-24,284.83	-9,599.16	5.74
600519.SH	贵州茅台	-44,337.28	320,201.88	1.73

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 投资观点

当下环境看好次高端，主要基于三点。一是 2020 年受疫情影响次高端整体有业绩坑，而今年宏观经济形势向好，次高端需求增长；二是去年次高端酒企结构升级和提价动作都较为密集，此部分价的提升会反映在今年，且高端白酒价格带的打开为次高端提供了空间，有望量价齐升；三是关于酱酒热对次高端价位带的竞争，但我们认为二者短兵相接，传统次高端酒企在产品渠道品牌方面仍具强优势。三方面叠加下整个次高端板块机会凸显，逻

辑被不断验证，而次高端的估值也会随着业绩的逐步验证而有望持续拔高。我们重点推荐舍得、口子窖。

舍得 16 日发布公告，天洋被法院冻结的 1 亿元发还给公司，公司也已当日收到款项，目前复星也已顺利接手，强大的集团赋能，“沱牌+舍得”双品牌运作，持续打造老酒市场，期待摘帽后的辉煌，舍得短期有看点，长期增长有期待。口子窖市场分歧大，据终端调研，春节期间安徽整体市场复苏明显，口子也受益，加之公司改革步伐加快，200 元以上价位带产品推广及渠道改革力度加快，一季度有反映，本周公司股份回购已全部完成，下一步做股权激励，随着内外部的持续加速改善，业绩验证后具有高弹性。

2020 年疫情影响导致恐慌心理会对确定性给予高溢价，而今年以来，收紧导致的流动性紧缩是主旋律，此时对估值的担忧强于对确定性的把握，高估标的回撤明显，目前高端白酒估值回归合理水平，次高端白酒尚有估值低位业绩弹性高位公司，值得持续关注，我们认为口子窖和舍得具有看点。

高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台飞天批价较上周略有上调，2021 年飞天整箱由 3230 上涨到 3240 元，散瓶 2470-2480 元，经销商开箱政策仍较为严格；五粮液普五团购出厂价为 999 元/瓶（前期为 959 元），批价从 990 元下降至 980 元；国窖预计将继续缩小与普五价差，本周批价维持 920 元。老窖销售公司公开对外招聘总经理及副总经理，我们认为公司核心领导“淼锋”组合无人事变动的情况下，公司整体仍将按照战略规划稳步运营。

高端白酒基本面乐观表现在经销商打款节奏较 2020 年提前、渠道库存均较低、批价自年初以来稳步上行，高端白酒景气度仍强。估值层面上看，我们认为高端白酒长期估值将以茅台 40X 为锚，茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，将不断为其他高端酒打开价格空间，长期来看高端白酒仍然是较为优质和为核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”。我们认为酱酒热主要由茅台引领，但香型之间无法形成完全的替代，高端品牌需要沉淀，故预计未来五粮液和国窖受酱酒冲击小，从渠道调研来看，五粮液和老窖销售情况仍然乐观，预计业绩高增速可持续。

### 3. 上市公司跟踪

#### 3.1. 顺鑫农业：疫情过后轻装上阵，产品升级及全国化进程逐步推进

公司披露 2020 年报，全年实现营业收入 155.11 亿，同比增长 4.1%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比减少 48.1%。其中，2020Q4 实现营业收入 30.92 亿元，同比减少 19.44%；实现归母净利润-0.14 亿元，同比减少 109.35%。

**白酒中档酒增速明显，疫情影响部分销量。**2020 年公司白酒板块营收占比 65.66%，其中中档酒增速明显，同比增长 11.62%，高档酒及低档酒占比分别下滑 12.68%及 1.52%，这主要由于公司 10-50 元价格带的中档酒表现良好，低档酒受疫情影响占比下降，高档酒产品公司还在培育期。按区域来看，2020 年外阜市场销售收入占比达 80%以上。20 年公司克服疫情不利影响，努力打造全国化营销格局，致力提升终端管控能力。

**聚集白酒及屠宰，白酒升级是重点。**未来白酒和屠宰业务将成为公司的 2 大业务，房地产业务逐步剥离。白酒仍会是重中之重，白酒板块顺鑫白牛二大单品做到了极致，未来更重要的是渠道进一步下沉以及产品升级。目前光瓶酒市场的机遇更多也集中在 50 元左右价格带，增长空间较大，顺鑫在此有渠道和品牌优势，更重要的是把珍品及以上产品迅速再发力。2020 年公司也大力发展市场营销，进一步提升终端掌控能力，渠道下沉，省外市场销售表现稳定。

#### 3.2. 舍得：期待摘帽后的彩虹

天洋账返还舍得，原大股东资金占用情况舍得并未受影响。4 月 16 日下午，公司公告称，

前期天洋及其关联方经由天赢链（深圳）商业保理有限公司占用公司资金，造成公司实际损失1亿元，目前1亿元已于4月15日全额还给舍得。至此，天洋及其关联方占用资金的情况已全部解决，公司经营未收到影响。

新股东复星赋能，老舍得团队整装待发。天洋占款事件发生之后，公司主动求变，引复星入局，公司更换了管理团队，由改制前舍得酒经验丰富的高管--张树平和蒲吉洲分别担任董事长和总经理。复星收购舍得，看重舍得酒品质优、产能足，复星强大的资源整合能力有助于舍得加快渠道拓展，与复星集团各业务板块形成协同优化。

长期来看，舍得产品结构持续优化，复星助力舍得再创辉煌。公司拥有“舍得”和“沱牌”两大品牌支持，高端/次高端定位清晰，老酒成为舍得另一核心竞争力。在复星入主，不断提升渠道，整合资源的情况下，舍得迅速再出发，有望迎来再次腾飞。

## 4. 推荐标的

当下重点推荐标的：ST 舍得，口子窖

值得重点关注标的：洋和股份，今世缘

持续推荐“诗和远方”：泸州老窖，五粮液，贵州茅台

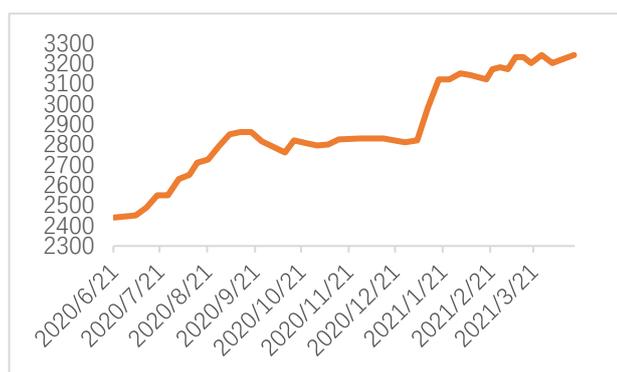
## 5. 数据跟踪及本周重要资讯

### 5.1. 数据跟踪

#### （一）批价数据

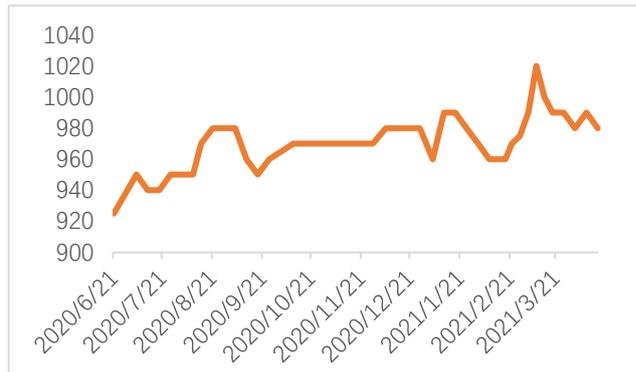
茅台飞天（2021）本周原箱批价略有上升，从9号的3220升至3240元，五粮液批价也有小幅度变化，普五批价从990元降至980元，国窖1573的批价保持在920元。

图2：茅台飞天一批价（单位：元）



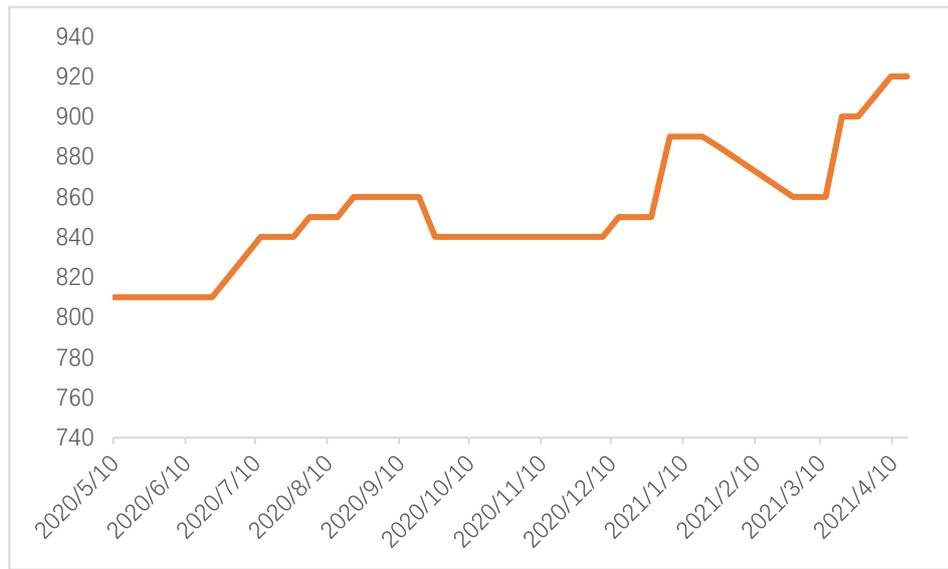
资料来源：茅帝，天风证券研究所

图3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：茅酒鲁智深，天风证券研究所

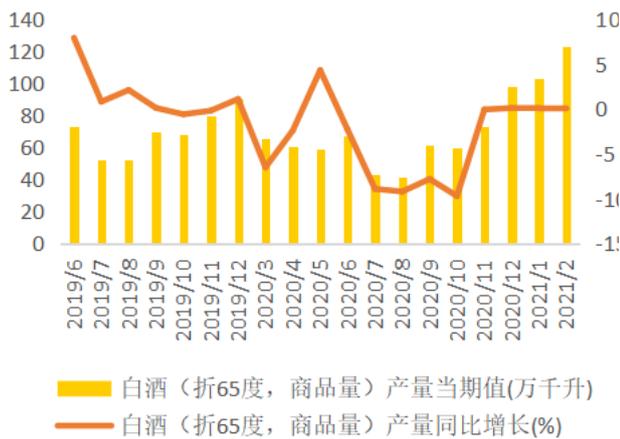
图4：国窖1573一批价（单位：元）



资料来源: 今日酒价, 天风证券研究所

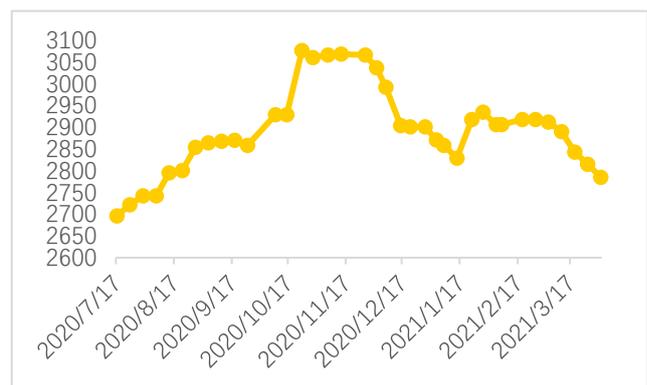
(二)行业产量数据: 2021 年月 2 月, 全国白酒产量 122.8 万千升, 累计增长 18.9%; 啤酒产量 504.7 万千升, 累计增长 61.0%; 葡萄酒产量 5.6 万千升, 累计增长 60.0%。

图 5: 白酒月度产量及增速 (单位: 万千升)



资料来源: 中国酒业协会, 天风证券研究所

图 6: 高粱价格 (元/吨)

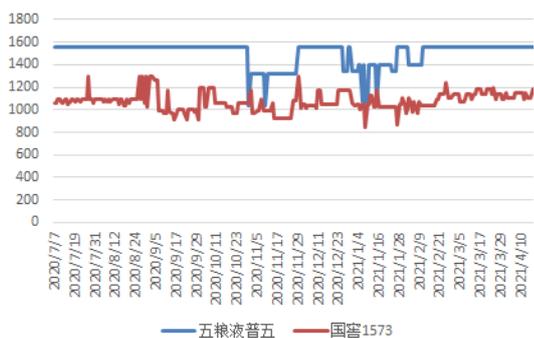


资料来源: 天下粮仓, 天风证券研究所

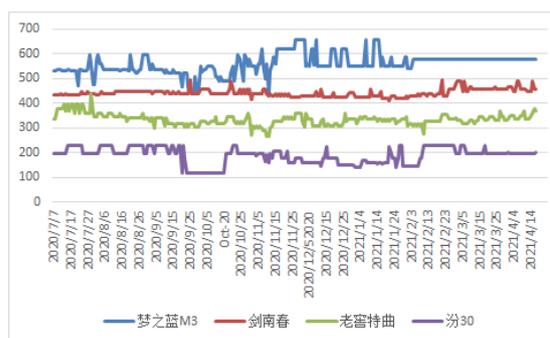
(三) 京东数据: 五粮液普 5 市场价 1552 元, 较上周价格较为平稳; 国窖 1573 52 度市场价 1189 元, 较上周价格震荡后下跌; 洋河蓝色经典梦之蓝 M3 52 度市场价 579 元, 过去一周价格平稳; 剑南春水晶剑 52 度市场价为 459 元, 较上周价格震荡; 泸州老窖 特曲 52 度市场价为 370 元, 较上周小幅震荡后小幅上升; 汾 30 市场价 203 元, 较上周价格小幅上升。

图 7: 五粮液与 1573 京东价格走势 (单位: 元)

图 8: 梦之蓝、剑南春、老窖特曲、汾酒 30 京东价格走势 (单位: 元)



资料来源：京东商城，天风证券研究所



资料来源：京东商城，天风证券研究所

## 6.重要公告及资讯

### 行业资讯：

(1) 4月16日，贵州省工信厅党组副书记、副厅长敖鸿在2021贵州白酒企业发展圆桌会议上表示，“在今年1-2月，贵州白酒产业完成产值236.44亿元，增加值216.33亿元，同比增长21.2%，继续保持强劲发展势头。”（微酒）

(2) 四川日报4月15日报道，2020年四川白酒产业以全国35.3%的规上酒企，实现全国49.6%的产量，完成全国48.8%的白酒营业收入。相关数据显示，2020年1-12月，四川白酒规上企业累计生产白酒367.6万千升，同比增长0.7%；完成营业收入2849.7亿元，同比增长7.9%；实现利润总额529.1亿元，同比增长18.2%。（微酒）

### 公司动态：

(1) 4月16日，ST舍得发布关于天洋控股集团有限公司及其关联方资金占用事项的进展公告。公告显示，昨日（4月15日），舍得酒业股份有限公司收到四川省遂宁市中级人民法院刑事裁定书，就天洋控股经由天赢链(深圳)商业保理有限公司损害公司利益事项，法院裁定天洋控股被冻结在法院账户中的人民币1亿元发还给公司。同日，舍得酒业收到该笔款项。（微酒）

(2) 近日，微酒从茅台时空公众号获悉，自茅台集团实行“双十”“双五”品牌规划以来，共缩减品牌170余个、产品2300余款。2021年，茅台集团围绕打造世界500强企业的目标，对子公司的管控又有了新的标准。集团正督促子公司制定2021年品牌瘦身规划，打造大单品，逐步淘汰业绩低下的品牌，控制品牌产品数量，鼓励子公司培育自主知识产权品牌，力争2021年底前全面完成停用集团LOGO工作。（微酒）

(3) 近日，广州糊涂酒业有限公司发布关于酱香产品价格调整的通知。通知显示，因物价普遍上涨，导致酱酒酿酒原材料及包装材料等生产成本增加，现将集团旗下部分酱香产品出厂价调整如下：百年糊涂酱香系列上调50元/瓶；糊涂老酱香系列上调30元/瓶；限量版生肖酒系列上调1000元/瓶。执行时间为4月28日起。（微酒）

(4) 4月13日，陕西省推进企业上市工作领导小组办公室关于公布2021年度省级上市后备企业名单的通知，陕西西凤酒股份有限公司位列该名单当中。（微酒）

(5) 4月16日，泸州老窖窖龄酒类销售股份有限公司成都片区下发通知，自2021年5月20日起，38度百年泸州老窖窖龄30年计划内/计划外终端供货价上涨10元/瓶；52度百年泸州老窖窖龄30年计划内/外终端供货价上涨10元/瓶。同日，泸州老窖博大酒业营销有限公司发布《关于泸州老窖头曲(2015版)停止投放河南市场的通知》表示，自2021年5月1日起，泸州老窖头曲(2015版)产品停止投放河南市场。（微酒）

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com